

## 传媒行业

# 行业“三维度”纵深发展，云游戏或催动渠道侧变革

### 核心观点：

#### 1) 上半年游戏市场增速回暖，我们仍然对未来的增长空间较乐观

伽马数据显示国内游戏市场 19H1 同增 9%至 1140.2 亿元；手游市场是行业增长的最大动力，游戏工委口径下 19H1 同比增长 21.5%至 770.7 亿元，高于去年同期的增速 12.9%。19H1 半年流水 Top10 当中有两款新游戏，分别是完美世界研发和腾讯游戏发行的《完美世界》和腾讯自研自发的《和平精英》，另外老游戏也基本保持稳定上行。随着市场逐步成熟，厂商对于细分品类的耕耘让长尾品类份额有上升机会，上半年黑马《明日方舟》成为最大惊喜。而我们对长期市场的稳定上涨仍保持乐观，主要原因系：第一，手游这一娱乐形式的消费年龄窗口仍在不断扩大；第二，处于付费习惯养成和付费体系设计的改进，未来付费率仍有进一步提升的空间。

#### 2) 品类创新、出海市场和云游戏三条线索仍在持续生长

- 品类创新：我们认为 19H1 最大主题是超休闲游戏，在国内市场拥有百亿量级的潜力，除流量高速增长外，最大的变化是超休闲游戏的商业模式已跑通，当前产业链上具有买量优势的发行商相对强势。
- 出海市场：AppAnnie 显示上半年国内厂商手游出海仍延续了 40%左右的增速，非中国全球市场的市占率有望提升至 16%，国内公司出海的特点是“发达国家做收入，新兴市场要流量”，我们认为凭借着研发实力更强、产品品类更全和买量资金更多的优势，中国公司有望持续提升在全球手游市场上的份额。
- 云游戏：为长期行业提供了想象空间（进一步降低了玩家的进入门槛），当前云游戏仍处于大厂定义技术标准和评价标准的时点，生态体系尚未完全落地。我们认为未来云游戏的三大应用场景或为游戏即点即玩、游戏直播相结合和可试玩广告；而目前 A 股上市公司中顺网科技率先在网吧场景中落地了云 PC 产品，未来空间值得期待。

#### 3) 投资建议：当前处于左侧位置，关注龙头和云游戏概念股

我们认为从公募持仓、估值水平、市场预期等多个方面，游戏行业或已触及历史低点，考虑到行业稳健的增速和较低的估值水平，我们认为可以配置全年业绩稳健增长的龙头游戏公司：三七互娱、吉比特、完美世界，另外云游戏概念方兴未艾，率先布局的公司有望持续受益：可关注顺网科技。

**风险提示：**产品创新不力、监管加剧、云游戏商业化不及预期的风险等

### 行业评级

买入

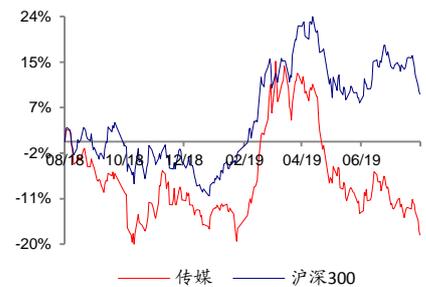
前次评级

买入

报告日期

2019-08-08

### 相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

朱可夫



SAC 执证号：S0260518080001



0755-23942152



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

- 传媒行业:数字阅读: 免费与付费之辨 2019-07-28
- 传媒行业:人民网发布深度融合发展三年纲要; 暑期档娱乐内容略有回暖 2019-07-28
- 传媒行业:板块重仓股比例进一步下滑; 直播平台斗鱼登陆美股 2019-07-21

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
光线传媒	300251.SZ	人民币	8.38	2019/4/25	增持	8.71	0.25	0.32	33.96	26.19	43.0	31.5	7.70	8.90
横店影视	603103.SH	人民币	13.45	2019/3/11	增持	27.38	0.52	0.57	26.11	23.63	14.0	12.5	13.00	12.50
芒果超媒	300413.SZ	人民币	36.96	2019/4/30	买入	45.5	1.17	1.46	31.50	25.30	5.8	4.2	18.10	18.52
视觉中国	000681.SZ	人民币	20.71	2019/1/16	买入	30.8	0.72	0.96	28.67	21.57	31.6	23.3	15.00	16.20
平治信息	300571.SZ	人民币	37.97	2018/10/29	买入	-	2.29	3.04	16.56	12.51	9.1	6.2	36.50	33.60
万达电影	002739.SZ	人民币	15.18	2019/4/30	买入	27.72	0.74	0.84	20.51	18.07	12.3	10.8	9.50	9.70
新媒股份	300770.SZ	人民币	72.20	2019/5/7	买入	78.05	2.23	2.94	32.31	24.59	27.0	19.8	27.84	26.78
蓝色光标	300058.SZ	人民币	4.63	2019/4/30	买入	5.75	0.23	0.32	20.13	14.47	11.6	7.8	7.20	9.00
完美世界	002624.SZ	人民币	25.00	2019/4/30	买入	33.2	1.69	1.94	14.81	12.87	10.57	8.14	21.93	19.08
吉比特	603444.SH	人民币	217.72	2019/4/25	买入	231.8	11.59	13.08	18.79	16.65	12.0	10.1	24.60	23.70
三七互娱	002555.SZ	人民币	13.85	2019/4/27	买入	14	0.87	5.38	15.90	2.57	12.2	9.2	24.21	22.86
美吉姆	002621.SZ	人民币	12.61	2019/4/17	增持	24.4	0.28	0.38	45.43	33.12	25.2	19.9	11.90	14.90
视源股份	002841.SZ	人民币	73.00	2019/6/15	买入	81.6	2.68	3.63	27.26	20.12	19.82	13.96	27.04	26.80
分众传媒	002027.SZ	人民币	4.85	2019/4/25	买入	7.26	0.29	0.36	16.93	13.52	13.3	9.2	22.70	21.20
新经典	603096.SH	人民币	55.55	2019/4/21	买入	71.5	2.17	2.67	25.65	20.82	19.8	15.2	16.20	15.20
中南传媒	601098.SH	人民币	11.65	2019/4/23	增持	13.88	0.75	0.83	15.60	14.06	3.5	2.2	9.10	9.10
中国科传	601858.SH	人民币	10.81	2019/7/2	买入	14.92	0.61	0.68	17.67	15.80	8.7	6.4	12.35	12.44
猫眼娱乐	01896.HK	港元	12.00	2019/5/6	买入	19.24	0.60	0.86	20.00	13.95	8.1	6.1	10.56	13.14
美团点评	03690.HK	港元	61.35	2019/5/25	买入	66.5	-0.77	-0.08	-	-	-	96.6	-5.30	-0.60
爱奇艺	IQ.O	美元	16.86	2019/5/18	买入	25.32	-11.88	-7.06	-	-	-	-	-90	-115
网易	NTES.O	美元	215.87	2019/5/17	买入	310	58.90	67.74	25.65	22.31	16.3	13.5	12.01	11.30
趣头条	QTT.O	美元	3.69	2019/5/31	买入	7.45	-6.68	-3.20	-	-	-	-	-176	-51

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、19H1 上半年增速回暖，行业沉淀之后再出发.....	6
1. 游戏市场增速略回暖，伽马口径下用户量&ARPU 值微增.....	6
2. 端游稳定，页游下滑，手游 19H1 同增 22%环比加速.....	6
3. 新游戏新类型逐步上位，修成爆款需要重视精细化流量运作.....	8
4. 对未来的增长乐观：消费窗口的扩大+付费率持续提升.....	12
二、品类创新之超休闲和小游戏：全球游戏开发商最大风口，发行方已经占据绝对优势.....	15
1. 下载量上小游戏&超休闲成为全球应用市场最大亮点.....	15
2. 流量之外，商业化模型逐步跑通，未来发展方向或为中度游戏.....	16
3. 产业环节上发行商占据绝对优势，中国或由超级 APP 主导.....	18
三、出海：中国手游的大航海时代到来，新兴市场重用户，成熟市场重变现.....	21
1. 全球游戏市场市场下载停滞，收入端强劲增长来自时长拉动.....	21
2. 国内游戏全面出海，收入份额稳步提升.....	21
3. 国内厂商的优势将长期存在：研发迭代快、游戏品类全、买量资金多.....	22
四、云游戏：CJ 上大厂展示了完整的技术解决方案，仍处于生态搭建阶段.....	24
1. 当前由核心云计算平台定义技术和评估标准，未来有望逐步推广.....	24
2. 华为云：提出云服务管理平台解决方案，与 Cocos 等厂商通力合作.....	25
3. 腾讯云：集团优势打造一站式云游戏方案.....	26
4. 顺网科技：从存储上云到云 PC 面世，率先落地深耕网吧场景.....	27
投资建议.....	29
风险提示.....	29

## 图表索引

图 1: 伽马数据显示 19H1 国内游戏市场同增 9%.....	6
图 2: 伽马显示 19H1 国内游戏用户数和 ARPU 值双微升 .....	6
图 3: 工委数据显示 19H1 国内端游市场保持稳定.....	7
图 4: 工委数据显示 19H1 国内端游用户数量微降.....	7
图 5: 工委数据显示 19H1 国内页游市场下滑 30%.....	7
图 6: 工委数据显示 19H1 国内页游 ARPU 值大降 .....	7
图 7: 工委数据显示 19H1 国内手游市场同增 21.5%.....	8
图 8: 工委数据显示 19H1 国内手游用户达到 6.2 亿人.....	8
图 9: 18Q4 以来手游行业整体增速回到 17%以上 .....	8
图 10: 19H1 收入 TOP100 移动游戏中类型分布和 18H1 对比情况.....	10
图 11: 19H1 非上市公司在 Top100 的研发和发行中份额略有提高.....	10
图 12: 鹰角网络的《明日方舟》上线后在畅销榜表现惊艳 .....	11
图 13: 伴随版号回暖, 19H1 买量游戏数量相较 18H2 回升 .....	11
图 14: 点击率保持稳定, 厂商对于流量获取的优化能力成为关键 .....	12
图 15: 伽马数据调研显示的手游人口年龄结构分布 .....	13
图 16: 各个年龄段手游人口的渗透率 .....	13
图 17: 根据腾讯的数据推算当前国内游戏市场的付费率约为 18%左右 .....	13
图 18: 游戏用户首次付费金额大小比例分布 (%) .....	14
图 19: 游戏用户付费原因比率分布 (%) .....	14
图 20: 东南亚六国数据显示二次元游戏的付费设计相比 MMO 更加均衡且深度 .....	14
图 21: 前十大厂商超休闲游戏 19H1 的下载量达 25.6 亿次 (+25% YoY) .....	15
图 22: 全球超休闲游戏的月活或已经接近 9 亿人.....	16
图 23: Voodoo 和竞争对手下载量已经突破 6000 万/月 .....	16
图 24: 字节跳动披露顶级超休闲游戏的商业模型 .....	16
图 25: 中国的超休闲游戏用户获取成本低于成熟市场 .....	17
图 26: 中国的超休闲游戏 eCPM 迅速追赶成熟市场 .....	17
图 27: 小游戏的新增留存随着客群稳定逐步走高.....	17
图 28: 小游戏的留存率随着客群稳定逐步走高 .....	17
图 29: 养成消费习惯后, 小游戏的打开频次在逐步上升.....	18
图 30: 全球 Top1000 游戏中广告+内购变现模式正逐渐流行 .....	19
图 31: 国内市场小游戏或将成为重要的组成部分.....	20
图 32: 国内市场超级 App 平台将主导小游戏的分发逻辑 .....	20
图 33: 19H1 全球游戏收入的增长主要来自全球游戏使用时间的增长 .....	21
图 34: 19H1 中国游戏出海速度相较 2018 年有所加速 .....	22
图 35: 2019 年预计中国厂商在海外的占比可达 16%.....	22
图 36: 中国移动游戏发行商的海外市场收入分布 .....	22
图 37: 中国移动游戏发行商的海外市场下载量分布 .....	22
图 38: 19H1 成熟市场 Top250 手游发行商国家分布 .....	23
图 39: 19H1 新兴市场 Top250 手游发行商国家分布 .....	23
图 40: 19H1 相比 2017 年国内游戏公司出海的游戏类型更加全面 .....	23
图 41: 目前腾讯、华为等大厂正在定义技术标准和相应评价体系 .....	24

图 42: 华为云游戏架构覆盖了 PC、手机等多个终端和三大业务场景 .....	25
图 43: 腾讯云游戏解决方案突出“体验优、成本低、接入快”三大特点 .....	26
图 44: 伴随腾讯云游戏解决方案还有腾讯集团整体资源打通 .....	27
图 45: 顺网云从存储上云到推出云 PC 产品, 进一步深耕网吧场景 .....	28
图 46: 各大网吧对于云游戏的态度和对云 PC 的安装意向 .....	28
表 1: 19H1 半年 Top10 的游戏当中有两款为新游 .....	9
表 2: 19H1 半年 Top10 的新游榜中出现了部分品类的创新作 .....	9
表 3: 19H1 全球下载榜 Top12 中一半是超休闲游戏发行商 .....	18
表 4: 华为参加云游戏展出的部分手游作品 .....	26

我们曾在2019年3月份的报告《游戏未来的三条线索：创新红利、海外市场和云游戏》中，从短中长三个阶段，确定性由高至低，游戏行业未来将聚焦在三条线索上，分别是内容端的创新、国内厂商海外市占率的提升和云游戏的进展。近期19H1行业数据陆续出炉，而ChinaJoy上各大厂商也讨论了对游戏行业未来的愿景，我们将再从这三条线索出发，梳理19H1以来游戏行业的纵深发展。

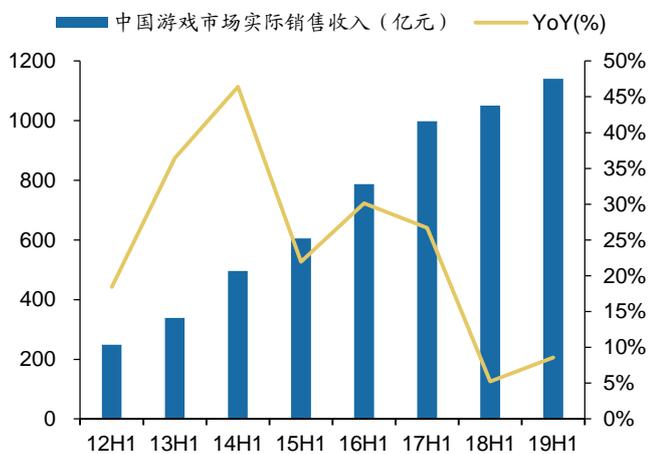
## 一、19H1 上半年增速回暖，行业沉淀之后再出发

我们观察到19H1游戏行业总体数据略有回暖，主要系手游市场增速提升带动，而背后主要系新游戏类型上线和商业化，此外市场格局趋于稳定的情况下流量精细化运营的能力日渐重要。另外需要注意的是，19H1游戏市场数据主要有两个口径分别是伽马数据和游戏工委&IDC，双方统计数字略有差异，但不影响核心结论。

### 1. 游戏市场增速略回暖，伽马口径下用户量&ARPU 值微增

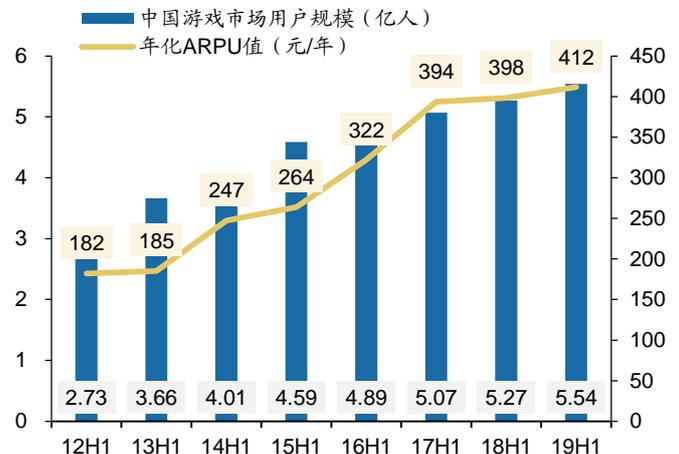
整体行业相较2018年回暖迹象明显，用户数和ARPU值均微涨。根据伽马数据统计，上半年国内游戏市场同增9%至1140.2亿元，其中游戏用户数同增5.1%至5.54亿人（游戏工委口径约为6.2亿人），相比去年同期3.9%略有提速；年化ARPU值微涨3.3%至411.6元/年，相比去年1.2%的增速同样有所回暖。

图1：伽马数据显示19H1国内游戏市场同增9%



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

图2：伽马显示19H1国内游戏用户数和ARPU值双微升

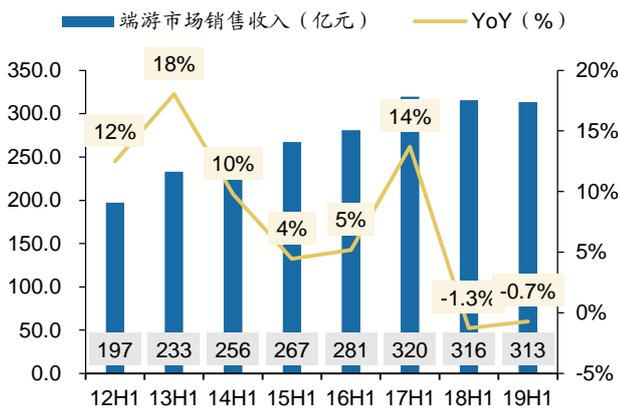


数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

### 2. 端游稳定，页游下滑，手游 19H1 同增 22%环比加速

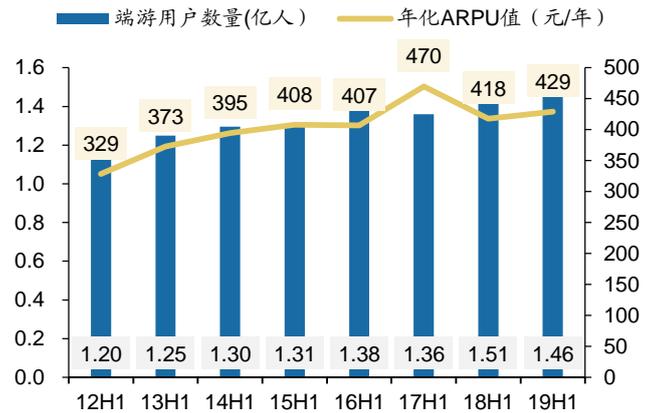
分市场来看，端游市场保持稳定。按照游戏工委统计口径，端游市场同比下滑0.7%至313.3亿元，伽马的统计口径上端游市场同增2.3%达到322.7亿元，主要系因为老游戏流水稳定的同时，《逆水寒》新游带来了一定的增量。而根据游戏工委的统计，端游用户量同比微下跌3.3%至于1.46亿人，ARPU值上涨2.7%达到429元/年。

图3: 工委数据显示19H1国内端游市场保持稳定



数据来源: GPC, IDC, 广发证券发展研究中心

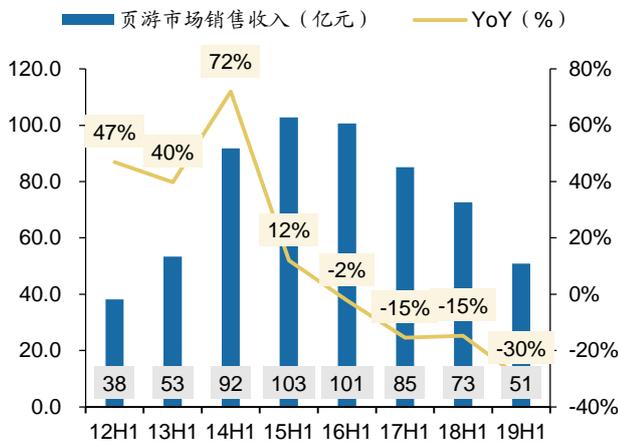
图4: 工委数据显示19H1国内端游用户数量微降



数据来源: GPC, IDC, 广发证券发展研究中心

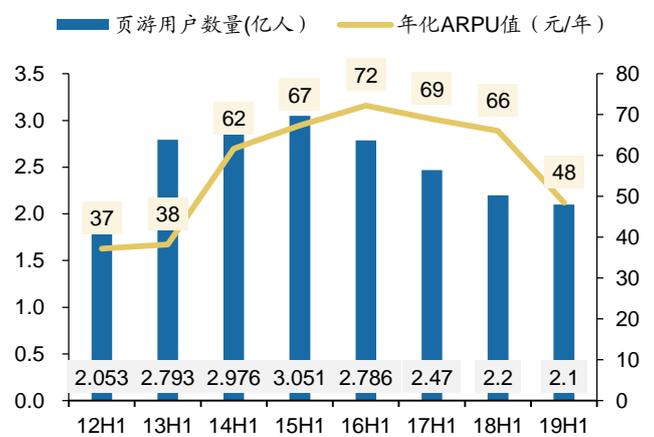
页游市场的功能被手游替代明显, 下滑趋势未有放缓迹象。根据游戏工委的口径, 页游市场同比下滑30%至50亿元, 伽马则认为同比下滑18%至59.5亿元; 但两种口径下, 页游市场的下滑速度均快于去年同期, 同时游戏工委认为页游玩家数量也同比下滑了4.5%至2.1亿人, 年化ARPU值下滑了26.5%至48元/年。

图5: 工委数据显示19H1国内页游市场下滑30%



数据来源: GPC, IDC, 广发证券发展研究中心

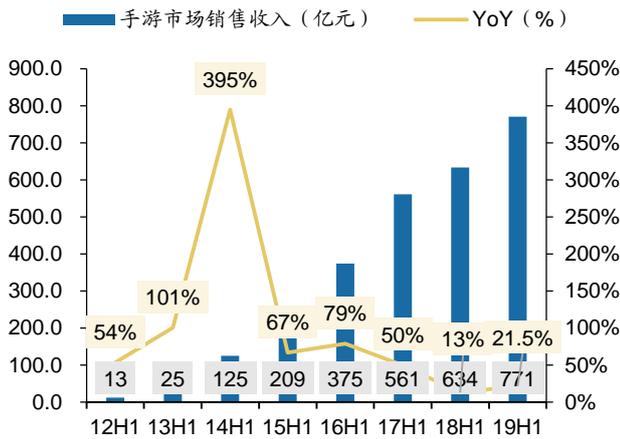
图6: 工委数据显示19H1国内页游ARPU值大降



数据来源: GPC, IDC, 广发证券发展研究中心

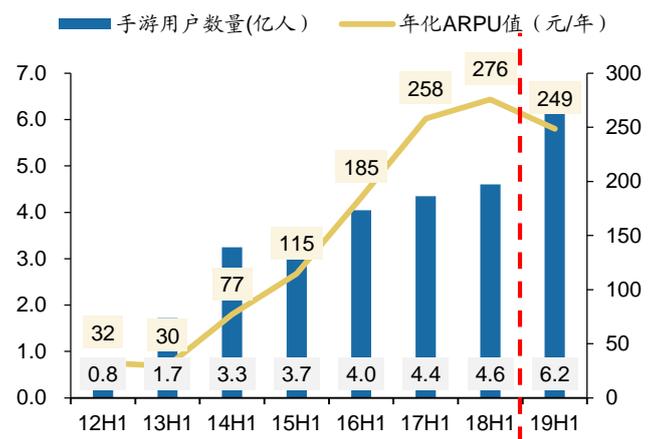
手游市场是行业增长的最大动力。根据游戏工委的口径, 移动游戏同比增长21.5%至770.7亿元(伽马的口径为同增18.8%达到753.1亿元), 均高于去年同期的增速12.9%。手游用户规模约为6.2亿人, 相比去年Q3末的5.9亿人增加了3000万人左右, 同比增速约为6%。按照伽马口径的单个季度来看, 19Q2行业增速约为19.3%, 符合我们的预期, 相比19Q1的18.2%提升约1.1pct。随着Q3暑期释放的部分新品, 我们认为下一个季度的市场增速或将继续回暖。

图7: 工委数据显示19H1国内手游市场同增21.5%



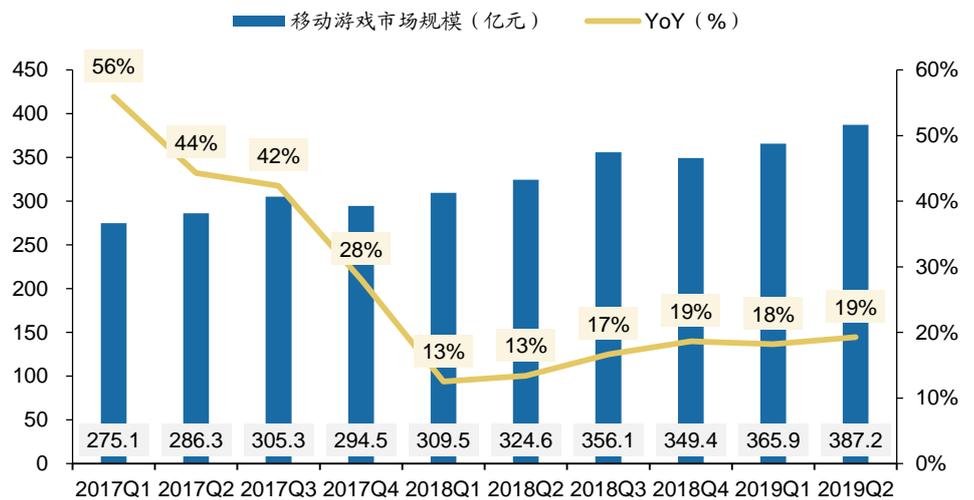
数据来源: GPC, IDC, 广发证券发展研究中心

图8: 工委数据显示19H1国内手游用户达到6.2亿人



数据来源: GPC, IDC, 广发证券发展研究中心

图9: 18Q4以来手游行业整体增速回到17%以上



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

### 3. 新游戏新类型逐步上位, 修成爆款需要重视精细化流量运作

我们单独来看移动游戏市场, 回暖的原因或与版号批复后新产品的涌现相关, 说明行业本身内部创新的动能尚未枯竭。19H1半年流水Top10当中有两款新游戏, 分别是完美世界研发和腾讯游戏发行的《完美世界》和腾讯自研自发的《和平精英》。而来自2018年发行的产品仅一款《QQ炫舞》排名第十。另外老游戏的稳定也保证了上半年游戏市场的收入增长, 如《王者荣耀》、《梦幻西游》等老产品均在2019年上半年焕发了新的活力。另外值得一提的是Top10产品中腾讯占据6席、网易占据4席, 仅有完美世界凭借IP产品占据了研发的半席, 市场向头部集中趋势明显。

**表 1: 19H1 半年 Top10 的游戏当中有两款为新游**

排名	游戏名称	开发商	发行商	游戏类型	上线时间
1	王者荣耀	腾讯游戏	腾讯游戏	MOBA 类	2015 年
2	梦幻西游	网易游戏	网易游戏	回合制 RPG 类	2015 年
3	完美世界	完美世界	腾讯游戏	MMORPG	2019 年
4	QQ 飞车	腾讯游戏	腾讯游戏	竞速类	2017 年
5	和平精英	腾讯游戏	腾讯游戏	射击类	2019 年
6	阴阳师	网易游戏	网易游戏	回合制 RPG 类	2016 年
7	大话西游	网易游戏	网易游戏	回合制 RPG 类	2015 年
8	乱世王者	腾讯游戏	腾讯游戏	策略类	2017 年
9	率土之滨	网易游戏	网易游戏	策略类	2015 年
10	QQ 炫舞	腾讯游戏	腾讯游戏	音舞类	2018 年

数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

在新产品 Top10 当中, 出现了三款无 IP 的产品、《和平精英》、《明日方舟》和《一起来捉妖》, 而这三款作品也正好是在品类上做出突破的三款产品, 分别对应 FPS 竞技、二次元塔防策略和 AR 探索类游戏, 不同于其他上榜的传统品类 (MMORPG、策略类、ARPG)。另外在新游的发行商分布上, 腾讯占据了 Top10 当中的 6 席, 在发行上腾讯的巨大优势一览无余, 而上市公司中有三七互娱 (《斗罗大陆》) 和掌趣科技 (《一拳超人: 最强之男》) 上榜。

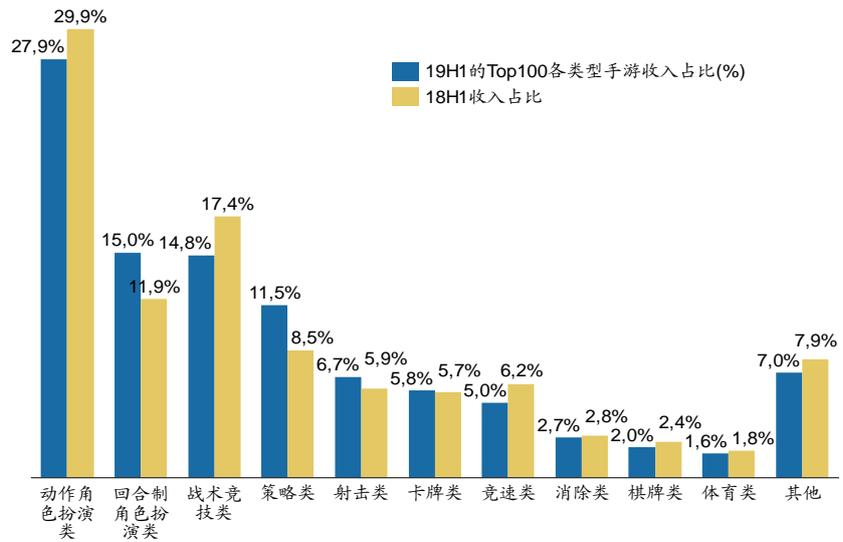
**表 2: 19H1 半年 Top10 的新游榜中出现了部分品类的创新作**

排名	游戏名称	发行商	游戏类型	IP 属性
1	完美世界	腾讯游戏	MMORPG	端游
2	和平精英	腾讯游戏	射击类	无
3	明日方舟	鹰角网络	策略类	无
4	一起来捉妖	腾讯游戏	AR 探索	无
5	斗罗大陆	三七互娱	MMORPG	小说
6	疯狂原始人	爱奇艺	策略类	影视
7	妖精的尾巴: 魔导少年	腾讯游戏	回合制 MMORPG	动漫
8	一拳超人: 最强之男	天马时空	卡牌类	动漫
9	剑网 3: 指尖江湖	腾讯游戏	MMOARPG	端游
10	蓝月传奇	腾讯游戏	ARPG	页游

数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

随着市场逐步成熟, 厂商对于细分品类的耕耘让长尾品类份额有上升机会。我们对比 18H1 和 19H1 的 Top100 游戏收入分布情况, 可以发现传统的 ARPG 占比从 29.9% 略下降至 27.9%, 而除了回合制 MMO 之外, 策略类、射击类等游戏的占比均有所上升。在题材上, 上半年震动业界的《明日方舟》代表二次元品类的潜力仍可以挖掘, 此外我们后面也会提到超休闲游戏正引领新一轮轻度游戏创新。

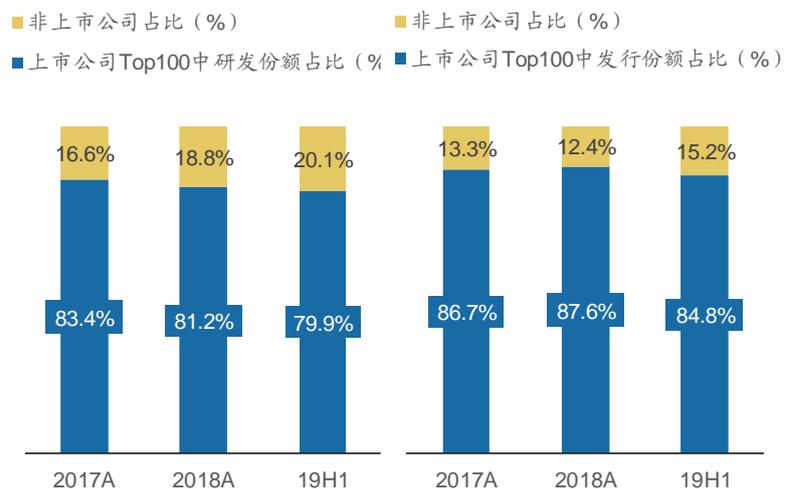
图10: 19H1收入TOP100移动游戏中类型分布和18H1对比情况



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

上市公司在研发和发行上的份额比例略有下滑, 总体凭借着团队和资金优势把持市场绝大多数份额。根据伽马数据统计, Top100游戏当中研发份额占比上, 上市公司占比约为79.9%, 发行份额占比上市公司约为84.8%。在游戏行业逐渐趋向于成熟、一级市场对于游戏公司的投资减少的过程中, 二级上市公司有着更强的资金能力和更多的优秀团队, 因此形成了更强的竞争优势。

图11: 19H1非上市公司在Top100的研发和发行中份额略有提高

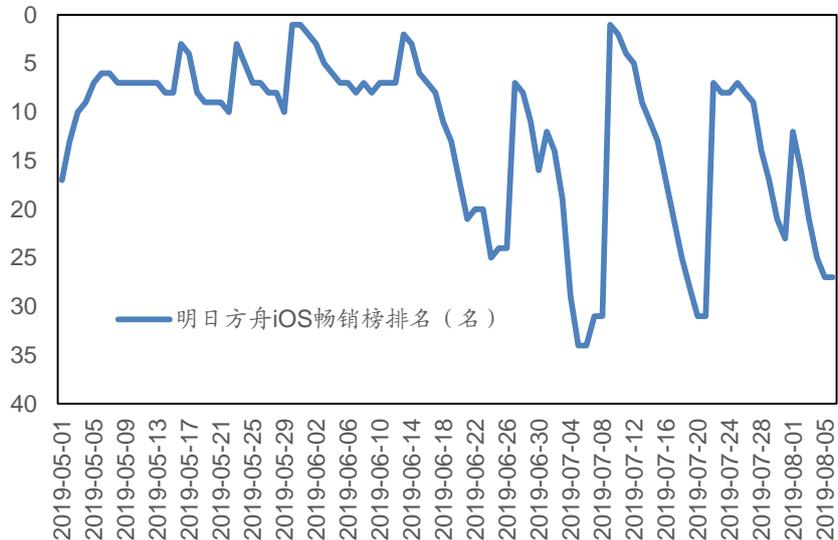


数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

鹰角网络的《明日方舟》上线后在畅销榜表现惊艳, 预示爆款游戏逻辑或永远存在。作为中小型公司的鹰角网络在5月初开启公测后, 在iOS排行榜上持续强势, 在6月初一度占据畅销榜前2名, 目前游戏稳定在iOS畅销榜20-30名区间。公司在发行初期并未进行大规模的流量采买, 但凭借着结合塔防、二次元画风的均衡产品表现, 在

TapTap上赢得了8.7分的高分，在B站赢得了广大UP主的自来水。这或许意味着国内广阔的手游市场或许永远不缺少爆款产品的机会。

图12: 鹰角网络的《明日方舟》上线后在畅销榜表现惊艳



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

另外随着整体产业的退烧, 在买量端激烈竞争的局面或难再现。根据热云数据, 随着版号放开投放游戏的广告数量在逐月缓慢爬升, 从2018年7月大约3000多款游戏投放广告到2019年6月5000多款游戏投放广告。但已经难再现2017年至18Q1时候的买量火爆竞争局面。单款游戏通过买量激活用户的数量也开始稳定, 大约保持在单款游戏8000名玩家左右的水平。

图13: 伴随版号回暖, 19H1买量游戏数量相较18H2回升



数据来源: 热云数据, 广发证券发展研究中心

因此成熟市场中厂商对于流量的精细化运营将直接影响到销售费用的高低。根据热云数据，相比18H2，手游行业的广告点击次数有所回暖，从2018年8-9月低估的30亿次点击回升至19Q2的50-60亿次点击间。我们按照激活用户数/点击次数计算可以发现平均激活率也同样趋于稳定，保持在0.8-1%左右。在同样的激活效率之下，哪些游戏公司能够买到更加合适优质的流量，将成为未来竞争的关键。

图14: 点击率保持稳定，厂商对于流量获取的优化能力成为关键



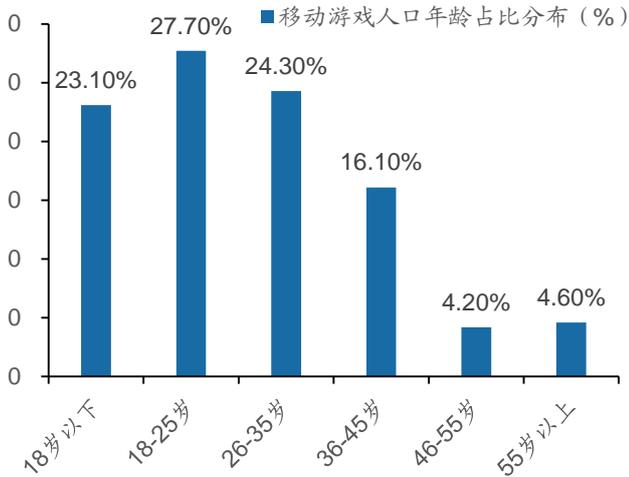
数据来源：热云数据，广发证券发展研究中心

#### 4. 对未来的增长乐观：消费窗口的扩大+付费率持续提升

追求年轻正成为一种娱乐产品的政治正确，但我们认为这或许高估了年轻人的比例和影响力。根据伽马统计的数据来看，我国接近23%的手游人口分布在18岁之下，而28%分布在18-25岁左右，25岁以下的手游人口占比超过了50%，我们倾向于这一数据或被高估，因为如果我们按照上述口径，当前的中国人口年龄分布计算可得在18岁以下，手游的渗透率达到47%左右，在18-25岁区间渗透率或达到100%，这显然是高估了这一人群的手游人口的。

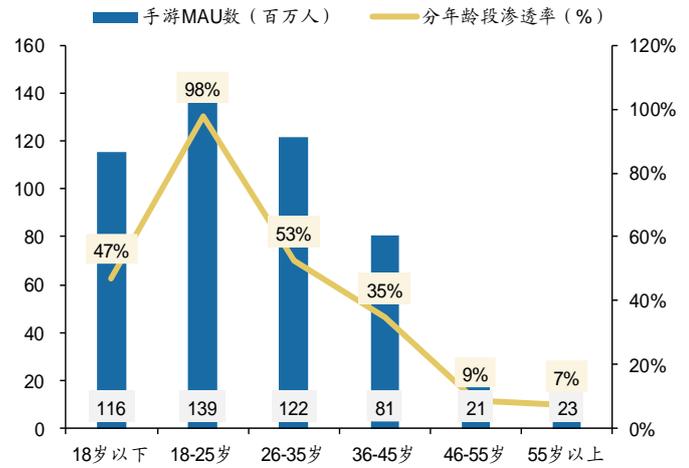
而我们对未来的市场增长潜力表示乐观，第一个原因系随着手游人口逐渐变老，消费窗口在不断扩大。上述数据统计口径的偏差并不影响方向上结论：即在35岁以下人口中，手游这一消费形式已经占领了较大的心智空间，而在更加年老的人口口中，手游这一形式似乎并未流行。这就意味着随着更多人口变老，还将有更多的人进入到手游的消费窗口中。

图15: 伽马数据调研显示的手游人口年龄结构分布



数据来源: 华心游戏研究, 广发证券发展研究中心

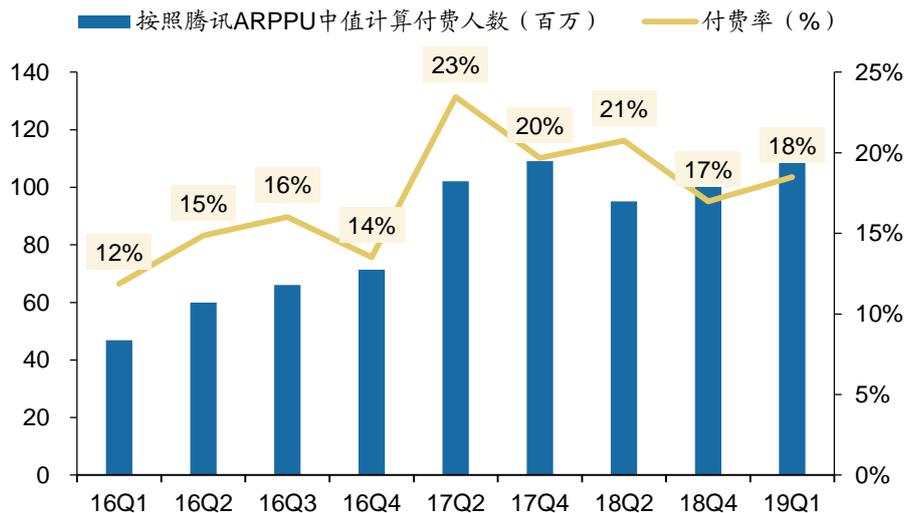
图16: 各个年龄段手游人口的渗透率



数据来源: 华心游戏研究, 广发证券发展研究中心

第二个原因则是随着付费体系设计和用户习惯的改变, 付费率或将仍有一定的提升空间。关于中国手游市场的付费率并未有专门的统计口径, 我们按照腾讯披露的ARPPU中值区间计算手游付费人口, 并假设腾讯的手游付费人口已经覆盖了基本所有的国内游戏付费人口, 以此来计算整体市场的付费率情况, 可以看出19Q1最新市场的付费率约为18%左右, 但高点出现在17Q2, 约有23%的付费率。总体而言2016年以来随着《王者荣耀》的火爆, 大量的免费玩家被转变为付费玩家。

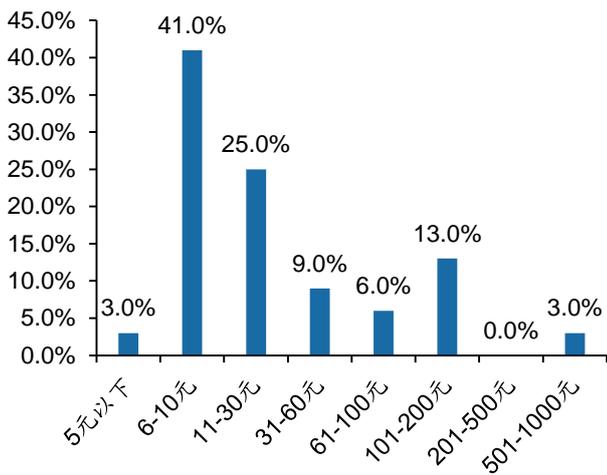
图17: 根据腾讯的数据推算当前国内游戏市场的付费率约为18%左右



数据来源: Google, App Annie, 广发证券发展研究中心

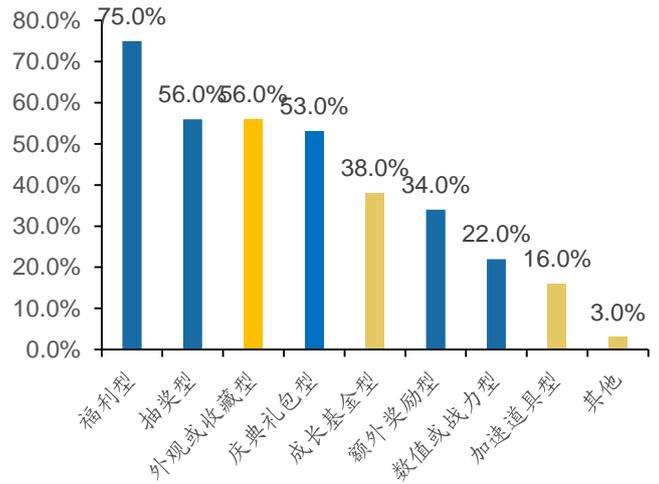
我们认为付费率提升的逻辑在于小额的付费设计将有不断改善的空间，活动性消费的比例将逐步与稳定式消费共存。根据华心游戏研究的390份有效回收问卷显示，超过40%的游戏玩家的首次付费金额大小集中在6-10元左右，25%集中在11-30元区间左右，说明低价的首充仍然是转化免费新玩家的最好手段。而在付费原因比例分布中，最多的为福利型商品，相对来说非活动驱动的稳定型的消费如外观收藏型、成长基金型、加速道具型和其他类型的付费动因偏少。未来随着付费设计更加合理，有望将手游的运营活动式驱动转变为稳定的消费习惯，那么手游市场整体的收入模型将会更加稳定。

图18: 游戏用户首次付费金额大小比例分布 (%)



数据来源: 华心游戏研究, 广发证券发展研究中心

图19: 游戏用户付费原因比率分布 (%)



数据来源: 华心游戏研究, 广发证券发展研究中心

结合以上两点我们可以分析为什么近年来二次元游戏逐渐成为风口。第一个原因并不是因为年轻用户都喜欢二次元游戏，而是即将进入25岁以上的高消费人群窗口的人群恰好与二次元人群高度重合。而第二个原因是相比于MMO的粗暴数值式变现，二次元游戏卖美术和游戏VIP体系的设计能够让其付费率更高且付费收入更加稳定。因此我们判断未来1-2年内，这一品类仍将不断有高流水的单品出现。

图20: 东南亚六国数据显示二次元游戏的付费设计相比MMO更加均衡且深度

	休闲游戏	MMO	二次元游戏
付费下载	17%	31%	43%
游戏内付费	30%	47%	49%
从未付费	59%	31%	25%
付费目的	25% 获取游戏特权 (如限定款角色)	46% 加强装备/技能	53% 获取游戏特权 (如限定款角色)
	24% 缩短通关时间	37% 获取游戏特权 (如限定款角色)	40% 加强装备/技能
	23% 加强装备/技能	26% 缩短通关时间	32% 装扮角色

数据来源: Google, App Annie, 广发证券发展研究中心

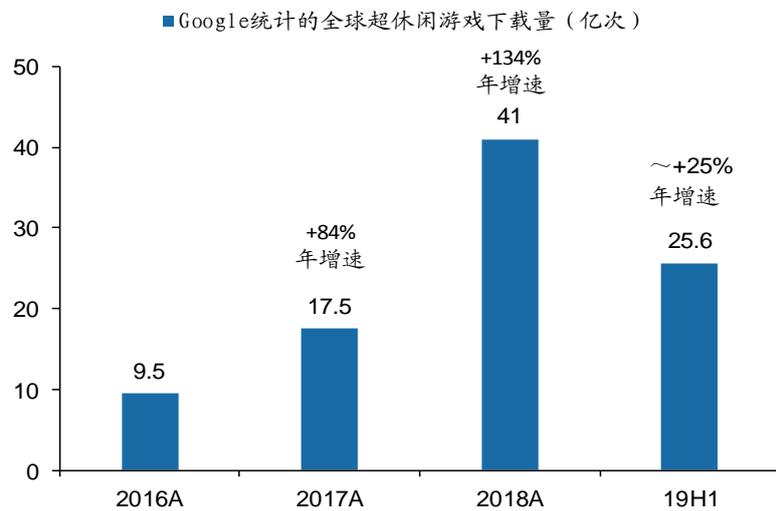
## 二、品类创新之超休闲和小游戏：全球游戏开发商最大风口，发行方已经占据绝对优势

我们在《游戏未来的三条线索：创新红利、海外市场和云游戏》提出2019年行业内部内容端创新的红利包括吃鸡类游戏、Battle Pass、自走棋、真人互动式电影等，而目前来看超休闲游戏正成为全球互联网领域的新流量蓄水池。我们曾在《广视点 | Voodoo：超休闲游戏之王能给我们带来什么启示？》中介绍这一新的游戏品类，我们认为超休闲游戏将同样给国内的市场和厂商带来巨大的机会，但我们需要修正的判断是，产业链条上收益的顺序是发行商>平台商>CP，发行商中又以买量能力强的互联网公司（如字节跳动）最为受益。

### 1. 下载量上小游戏&超休闲成为全球应用市场最大亮点

流量规模上，前十大厂商的超休闲游戏占据了游戏市场大概8.4%的下载量，且仍在快速增长中。根据Google的统计，19H1超休闲游戏的下载量约增长25%达到25.6亿元，我们按照Sensor Tower的统计来看19H1全球一共发生了约296亿次游戏下载，头部超休闲游戏厂商的占比超过了8.4%。而根据Google的统计，其他品类的增速明显慢于超休闲游戏，其中休闲类的下载增速约为4.8%，策略类游戏反倒下滑了8.8%；因此超休闲游戏毫无以为是新的流量红利入口。

图21：前十大厂商超休闲游戏19H1的下载量达25.6亿次（+25% YoY）

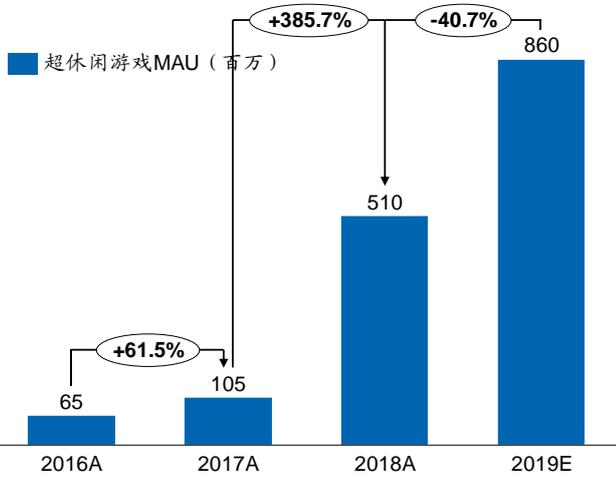


数据来源：Google, App Annie, 广发证券发展研究中心

除了下载量，在月活规模和头部公司增长潜力上，超休闲这一品类同样表现出色。根据Tenjin的统计，超休闲游戏的月活规模预计在2019年将同比增长40%以上，达到8.6亿人，而2018年超休闲游戏的总计月活同比增长了接近4倍。头部公司的增长趋势上，第一名Voodoo的增长趋势丝毫没有放缓，2019年6月单月下载量达到6600

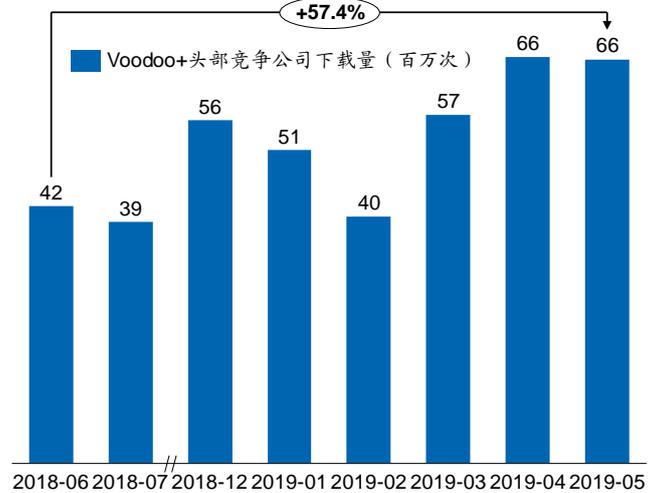
万左右，相比2018年6月增长超过57%。

图22: 全球超休闲游戏的月活或已经接近9亿人



数据来源: Tenjin, 广发证券发展研究中心

图23: Voodoo和竞争对手下载量已经突破6000万/月

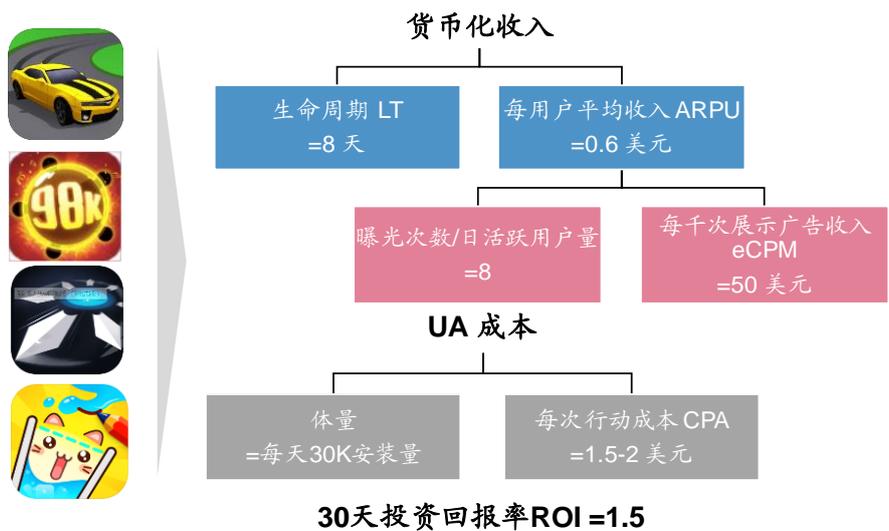


数据来源: Voodoo, 广发证券发展研究中心

## 2. 流量之外，商业化模型逐步跑通，未来发展方向或为中度游戏

2019年以来超休闲游戏的最大变化并不是发生在流量端，而是随着用户规模的扩张之后形成了广告的规模效应，单元经济模型跑通。根据字节跳动此前在分享会上的披露，国内顶级超休闲游戏单个用户的生命周期约为8天，单个用户的ARPU约为0.6美元，而每个DAU每天约观看8个广告，eCPM约为50美元，单个的CPA约为1.5-2美元，顶级超休闲游戏的30天ROI可以达到150%之多。

图24: 字节跳动披露顶级超休闲游戏的商业模型



数据来源: 字节跳动, Gamelook, 广发证券发展研究中心

从第三方Tenjin的数据来看，随着用户规模的扩张，国内超休闲游戏的商业环境仍

在不断改善, 未来仍存在持续的成长空间。考虑大量的长尾游戏和统计口径的问题, Tenjin的数据模型与字节跳动或有一定出入。平均来看, Tenjin统计到的中国的单个用户CPM约为0.18-0.2美元/人, 而中国的eCPM2018年相比2017年提升了40%之多。

图25: 中国的超休闲游戏用户获取成本低于成熟市场



数据来源: Tenjin, 广发证券发展研究中心

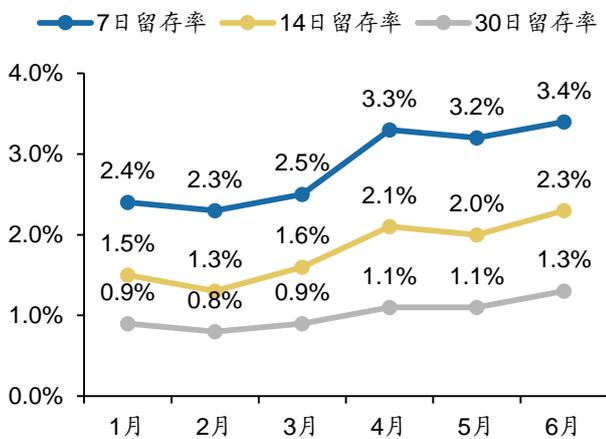
图26: 中国的超休闲游戏eCPM迅速追赶成熟市场



数据来源: Tenjin, 广发证券发展研究中心

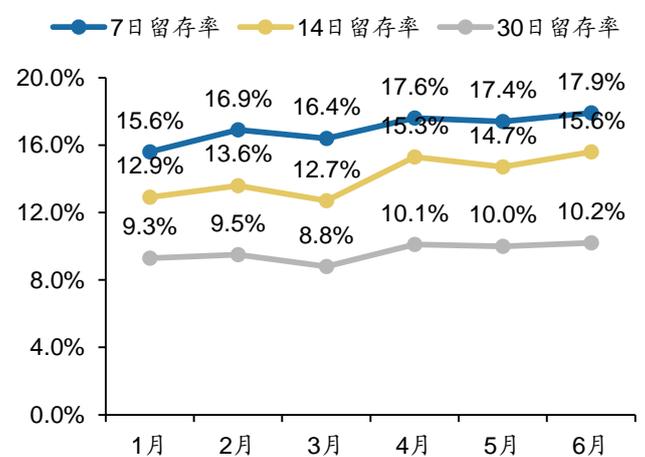
考虑到国内除了App类的超休闲游戏, 小游戏也属于超休闲范畴(如App和小游戏都有的《消灭病毒》), 同一个游戏IP有望通过App、小程序、H5等多种轻量级形式分发。而根据阿拉丁小程序的数据来看, 2019年平台内部小游戏的整体留存在不断提升, 新增7日留存增长至3.4%左右, 总体留存率上升至17.9%左右, 长留存也随之上行, 因此未来超休闲和小游戏随着客群稳定, 用户的粘性有望进一步增强, 单个客户的生命周期仍有拉长的空间。另外根据阿拉丁小程序数据, 2019年6月人均小游戏的打开次数约为6.5次, 相比2018年7月提高了2次之多, 由于小游戏的形式在广告位置上或许不如App灵活, 打开频次的增加也有助于广告曝光次数提升。

图27: 小游戏的新增留存随着客群稳定逐步走高



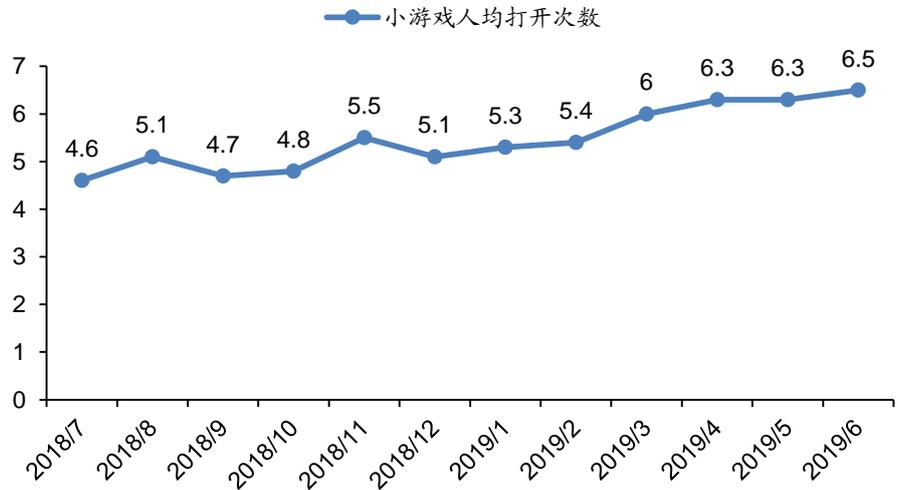
数据来源: Tenjin, 阿拉丁小程序, 广发证券发展研究中心

图28: 小游戏的留存率随着客群稳定逐步走高



数据来源: Tenjin, 阿拉丁小程序, 广发证券发展研究中心

图29: 养成消费习惯后, 小游戏的打开频次在逐步上升



数据来源: 阿拉丁小程序, 广发证券发展研究中心

### 3. 产业环节上发行商占据绝对优势, 中国或由超级 App 主导

在流量前景和商业模式都已经向好的情况下, 我们认为或许是发行商能够占据整个超休闲游戏的主导权。我们此前在《广视点 | Voodoo: 超休闲游戏之王能给我们带来什么启示?》的判断是发行商和平台方将受益于超休闲游戏的趋势, 但目前来看跨平台买量非常重要, 而本身轻度游戏又会跟重度游戏抢量, 因此平台方受益程度并如我们预料的那样明显, 产业链的受益程度应该是发行商>平台方>CP研发商, 而发行商当中以流量能力突出的互联网公司(如字节跳动)最为受益。19H1的全球游戏下载榜Top12中, 超休闲游戏发行商占据了约一半的份额, 中国厂商中只有腾讯和金科文化(Outfit7)上榜。这些头部发行商的共同特点就是凭借超休闲游戏崛起、买量能力极强、形成了产品矩阵。

表 3: 19H1 全球下载榜 Top12 中一半是超休闲游戏发行商

排名	iOS 下载榜前 12 发行商	Google Play 下载榜前 12 发行商
1	Voodoo	Voodoo
2	Good Job Games	Outfit7 Limited
3	Tencent Mobile Games	Good Job Games
4	Playgendary	BabyBus Kids Games
5	Lion Studios	Playgendary
6	SayGames LLC	Miniclip.com
7	Crazy Labs	SayGames
8	Playrix	AMANOTES
9	Outfit7 Limited	GARENA INTERNATIONAL I PRIVATE LIMITED

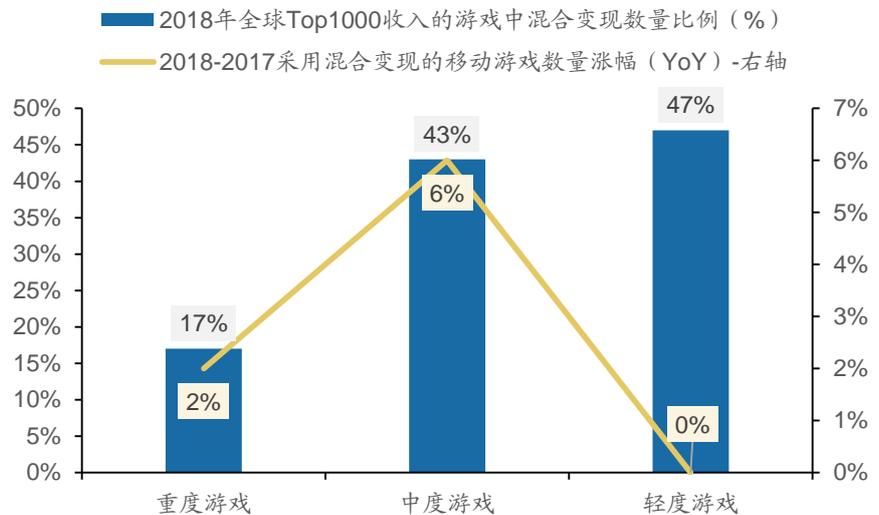
10	Kwalee	Lion Studios
11	Electronic Arts	Electronic Arts
12	Ketchapp	Coco Play By TabTale

数据来源：App Annie，广发证券发展研究中心

未来超休闲游戏在流量能力进一步增长下，或将逐渐向中度游戏进发。当前需要关注超休闲游戏是因为其汇聚了大量的用户，当前仍是导流给中重度游戏的合作关系。但长远来看随着自己变现需求的增长，后期超休闲也将与中度游戏越来越像，逐步加入内购的设计。根据AppAnnie的统计，全球Top100的游戏中，重度游戏约有17%同时使用了广告+内购混合变现，中度游戏和轻度游戏这一比例分别为43%和47%，但总体上，重度游戏也在逐步加入广告，中度游戏在尝试加入内购。

(注：轻度游戏包括桌面和棋类游戏、休闲游戏、教育游戏、家庭游戏、音乐游戏、益智游戏、知识问答游戏、文字游戏；中度游戏包括冒险游戏、街机游戏、卡牌游戏、赌场游戏、竞速游戏、模拟游戏、体育游戏；重度游戏包括动作游戏、角色扮演游戏、策略游戏。)

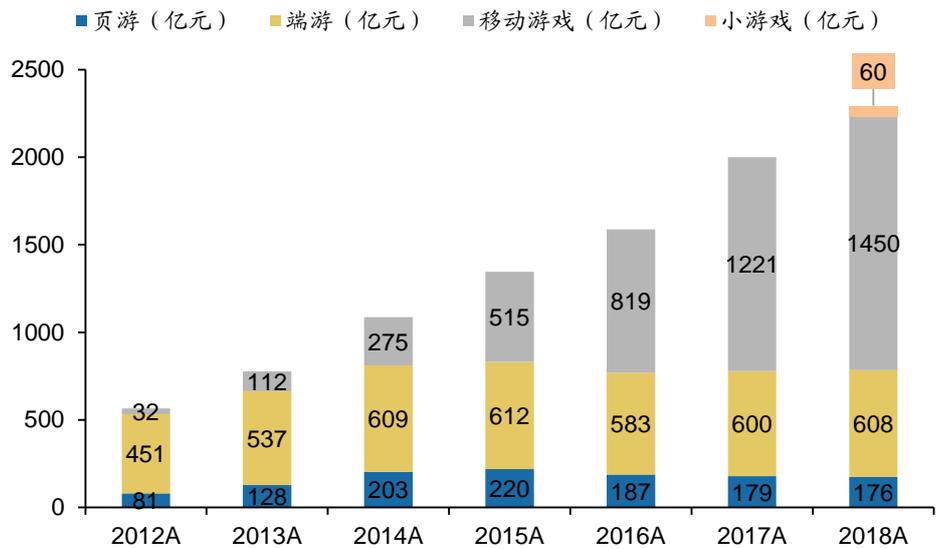
图30：全球Top1000游戏中广告+内购变现模式正逐渐流行



数据来源：App Annie，广发证券发展研究中心

国内的小游戏或者超休闲游戏或是一个100亿量级以上的市场。根据阿拉丁小程序的估计，2018年我国约有60亿元为小游戏市场，未来将逐步成为游戏市场的重要组成部分。而考虑到当前超休闲游戏的流量规模和变现潜力，我们简单估计2019年国内的小游戏+超休闲游戏市场有望达到100亿元以上。在未来休闲游戏接入内购之后或迎来更大规模的增长。

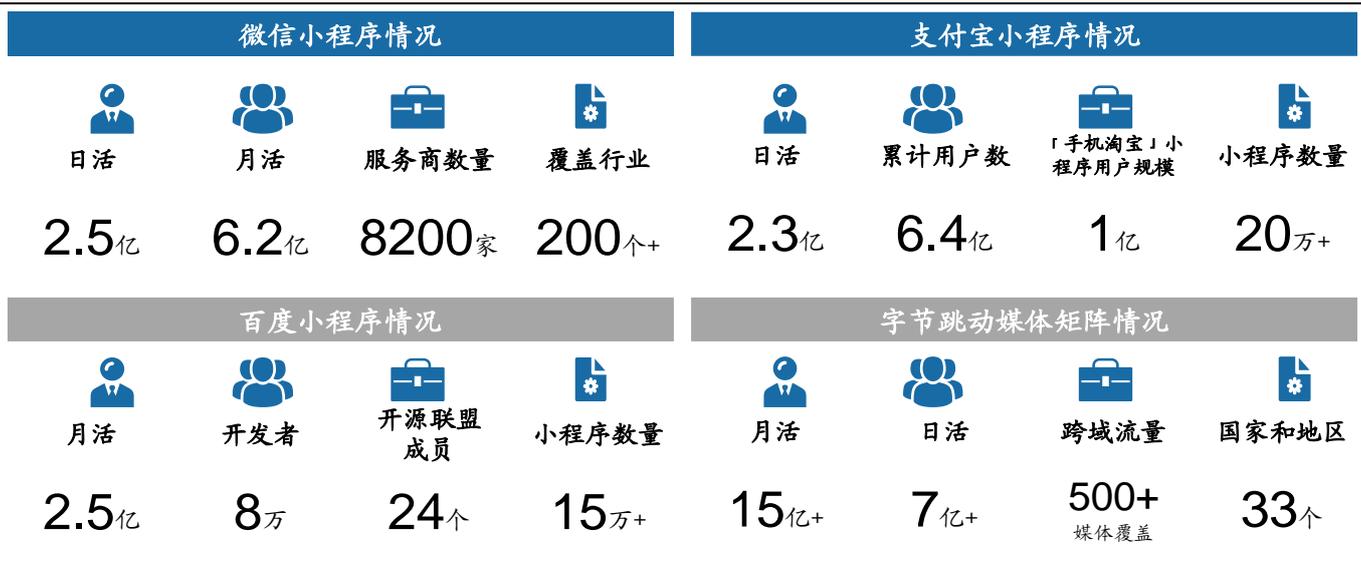
图31: 国内市场小游戏或将成为重要的组成部分



数据来源: 阿拉丁小程序, 广发证券发展研究中心

与海外市场不一样的地方在于国内小游戏市场由平台主导, 而超休闲游戏则由带有第一方流量的互联网公司主导, 很难产生独立买量的大发行商。从小游戏的市场分布来看, 微信小程序目前已经日活2.5亿, 月活达到6.2亿, 服务商8200多个, 支付宝的日活规模突破2.3亿, 百度月活突破2.5亿, 而今日头条整体媒体矩阵的日活超过7亿、月活超过15亿, 超级App的流量集中局面短期内难以突破。而相比海外, 国内发行商竞争更为激烈, 流量平台过于集中导致很难诞生独立的第三方, 只能是第一方大流量搭配部分第三方流量导入的形式形成主流趋势。

图32: 国内市场超级App平台将主导小游戏的分发逻辑



数据来源: 阿拉丁小程序, 广发证券发展研究中心

### 三、出海：中国手游的大航海时代到来，新兴市场重用户，成熟市场重变现

中国游戏厂商出海有着中长期确定性的增长空间，我们此前已经论述了中国游戏公司的出海特点，而今年以来手游出海增速仍保持在40-50%左右，2019年在海外市场的市占率有望提升至16%，并且呈现出来“新兴市场重用户，成熟市场重变现”的特点。从趋势上看我们认为国内手游厂商的优势将长期存在：游戏品类全、研发实力强和买量资金多。

#### 1. 全球游戏市场市场下载停滞，收入端强劲增长来自时长拉动

全球游戏市场收入仍保持了强劲的增长，其中主要的驱动力来自用户时长。根据AppAnnie的数据显示，19H1的全球移动游戏用户支出达到约320亿美元左右（其中并未统计中国安卓市场），相比去年同期提升约20-30%，而与此同时全球游戏下载量保持在230亿次左右，相比18H1仅是微增。但相应19H1全球游戏用户的游戏时长接近800亿小时，相比18H1提升30%左右。按照游戏收入=用户数量\*用户时长\*付费率\*单用户单位时间的ARPPU拆分增长因子可知主要的收入增长仍来自游戏时长的提升。

图33：19H1全球游戏收入的增长主要来自全球游戏使用时间的增长



数据来源：App Annie，广发证券发展研究中心

#### 2. 国内游戏全面出海，收入份额稳步提升

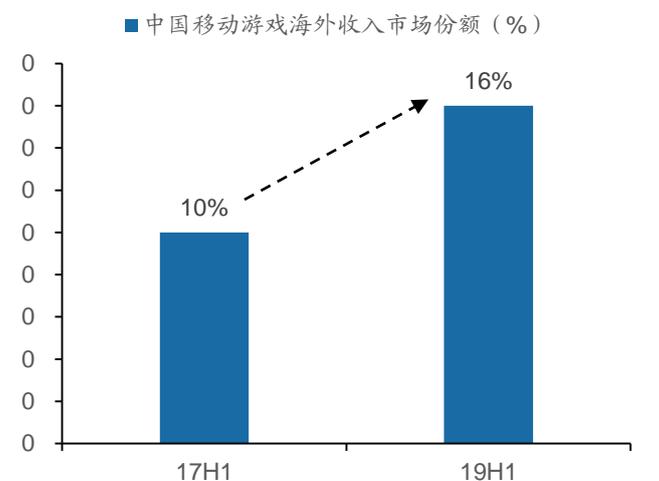
国内全部游戏出海同增20%至55.7亿美元，增速相比去年同期的16%有所提升。考虑到其中仍有部分端游和页游收入，我们认为目前移动游戏的增速或快于平均增长，根据AppAnnie的统计，19H1中国厂商在海外移动游戏市场的市占率大概提升至16%左右，而17H1仅为10%。考虑到国内的版号环境让国内的游戏产能必须通过出海释放，同时海外市场近年来在重度游戏上并未有大型厂商崛起，未来2-3年国内游戏公司的海外份额或将持续提升。

图34: 19H1中国游戏出海速度相较2018年有所加速



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

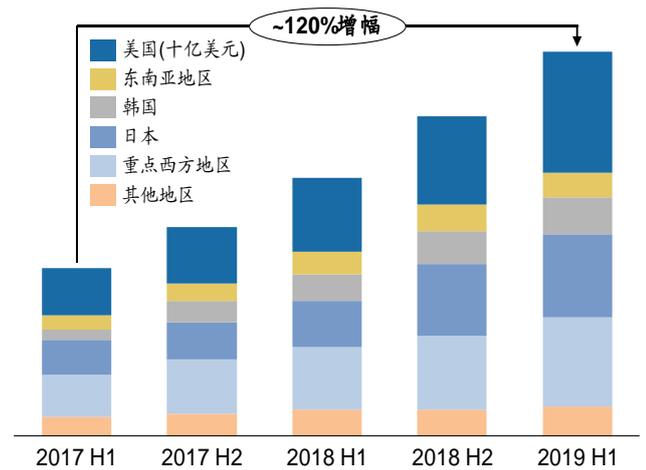
图35: 2019年预计中国厂商在海外的占比可达16%



数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

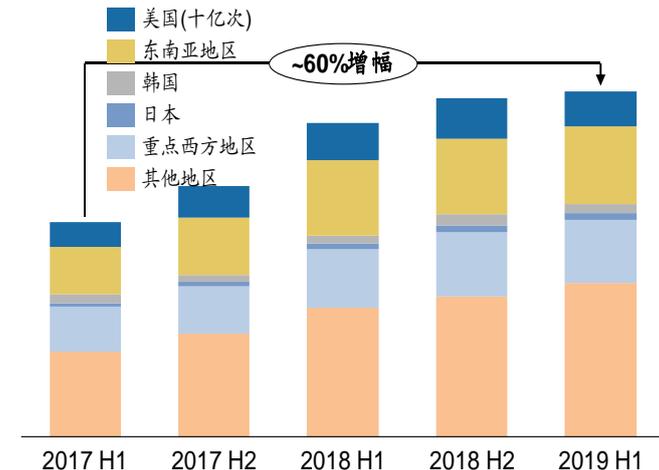
从地区分布来看, 国内厂商主要收入仍来自于成熟市场, 但主要用户量则由新兴市场贡献。19H1来看, 美国市场收入增长约30%以上突破10亿美元, 成为中国厂商海外营收最主要来源, 其他西方地区和日本分居二、三名, 前三者占据整体海外收入的70%以上。但从下载量来说, 其他非成熟市场的地区下载量几乎占据了海外游戏下载量的45%左右, 且占比有进一步提升的趋势, 东南亚地区排名第二, 下载量占比达到约23%左右, 美国、日本、其他西方地区合计占比约为30%左右。

图36: 中国移动游戏发行商的海外市场收入分布



数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

图37: 中国移动游戏发行商的海外市场下载量分布



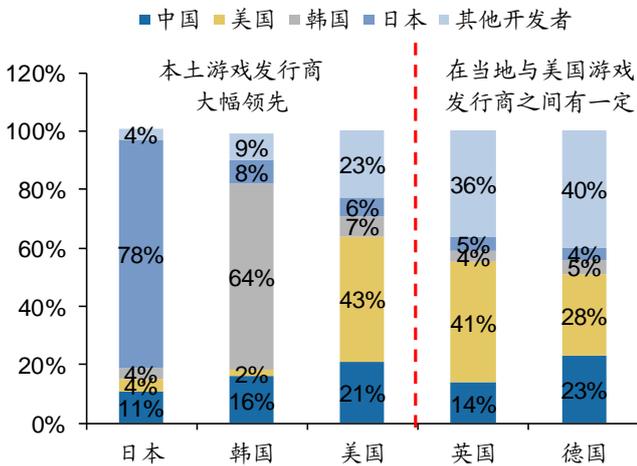
数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

### 3. 国内厂商的优势将长期存在: 研发迭代快、游戏品类全、买量资金多

我们认为无论是在成熟市场还是新兴市场, 国内手游厂商都将保持长期优势。如同前文中提到的一样, 手游出海不仅仅是在低端新兴市场拿到了流量, 我们在成熟市

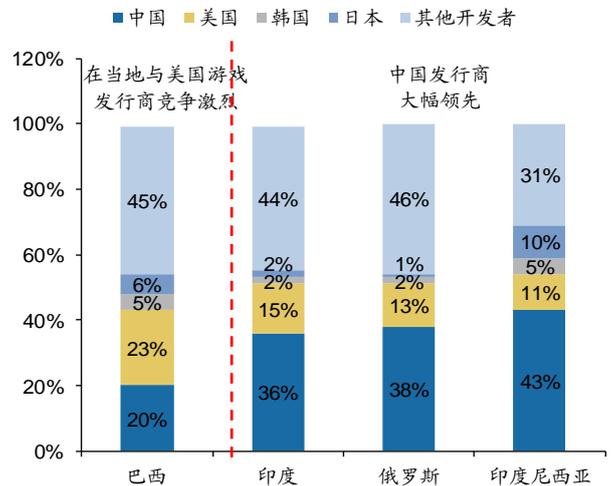
场的份额也在不断上升，证明我国的手游研发能力已经有了全球竞争的优势，如在日本市场我国占比约为11%、韩国市场占比约为16%，美国市场占比约为21%，均仅次于本土开发者。在非西方文化背景国家中，如巴西、易动怒、俄罗斯、印尼等，我们的手游产品竞争相比美国更有一定的优势。

图38: 19H1成熟市场Top250手游发行商国家分布



数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

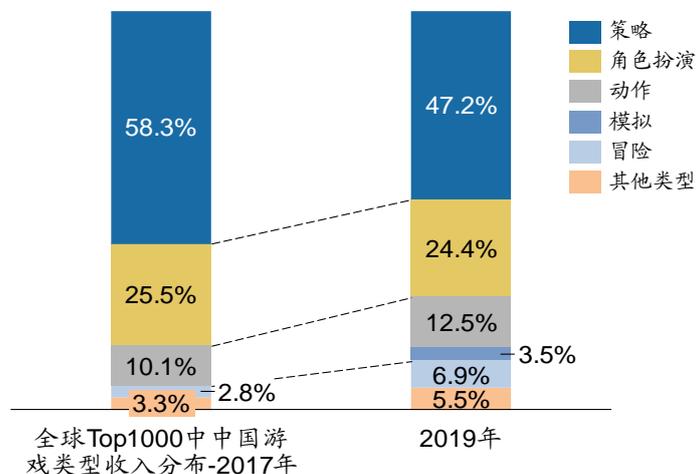
图39: 19H1新兴市场Top250手游发行商国家分布



数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

**竞争优势主要有三点：研发实力更强、游戏品类更全、买量资金更多。**研发实力更强体现在国内的CP数量远领先于海外任何一个国家，国内版号受限后，包括部分优质产能也将在海外市场逐步释放。游戏品类全体现在国内游戏公司除了部分赌博品类不擅长，其余几乎所有领域都具有全球竞争优势，而非像美、日、韩只有部分品类有竞争力，根据AppAnnie数据来看，我们2019年出海的品类策略类、角色扮演类比重降低，其他细分品类全面出海。第三则是背靠国内这个全球最大的游戏市场，我们的现金流回笼比其他人更快，同时能够用来支撑买量的资金实力更加雄厚。

图40: 19H1相比2017年国内游戏公司出海的游戏类型更加全面



数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

## 四、云游戏：CJ 上大厂展示了完整的技术解决方案，仍处于生态搭建阶段

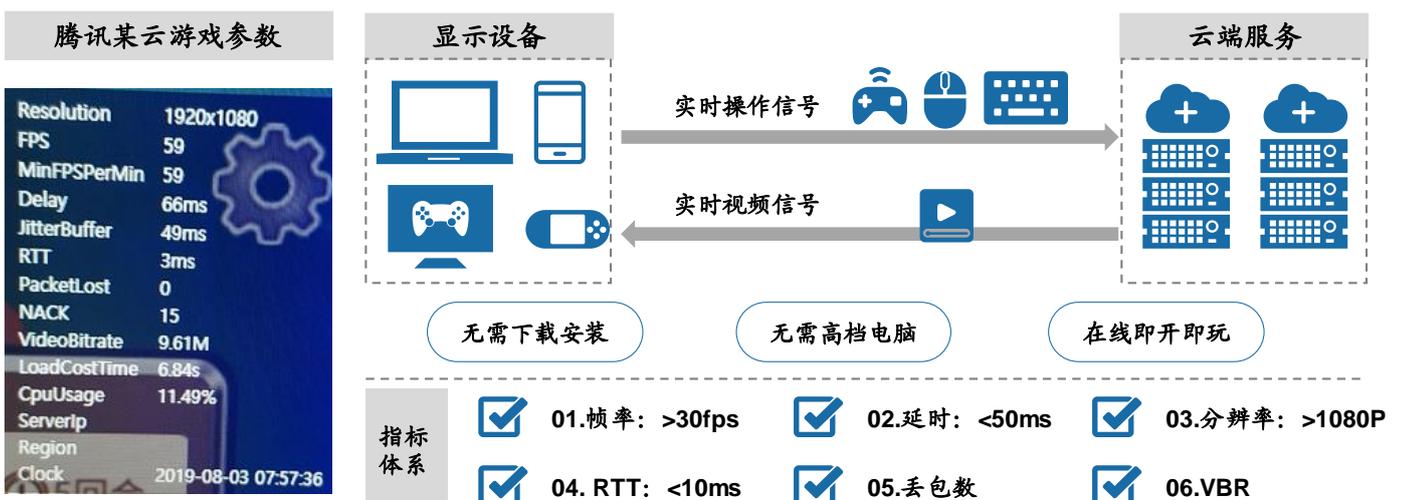
ChinaJoy上云游戏成为最火话题，我们对各家披露的产品情况进行了更新，当前云游戏仍处于生态搭建阶段，核心云计算平台正在定义技术标准和评估标准，基础设施尚未布置完善，下游的应用方向或已经逐步清晰（云游戏分发、游戏直播、试玩广告）。目前来看云游戏主要是对于渠道侧的颠覆，但也将逐渐深刻影响发行、研发和游戏产业配套设施。华为、腾讯目前致力于技术方案解决，前者的姿态更为开放，而A股中顺网科技占据了网吧的核心场景，未来有望率先实现云PC的落地。

### 1. 当前由核心云计算平台定义技术和评估标准，未来有望逐步推广

云游戏的核心体验额可以归纳为三点：“无需下载安装”、“无需高配置电脑”和“在线即开即玩”。从ChinaJoy上的试用情况来看，在专门布置的场馆中，除了少量延迟情况，整体云游戏的试玩体验已经较为流畅，但当前仍需要进行大量的测试，保证弱网环境下游戏的体验，同时建立起更加低成本的技术体系，降低传输实时视频信号的流量成本。目前我们总结了常用的几个技术评价指标如下：

- 帧率&码率&分辨率：帧率在移动端达30fps左右，在PC端达60fps左右为正常水平。而帧率提升一般也会让VBR码率提高较多。另外VBR也取决于分辨率的高低，一般目前PC端运行的指标需要在1080P以上。
- RTT&延时：RTT主要衡量传输速度，一般有线网络环境下低于5ms，无线环境下低于15ms为正常，而总体延时还包括处理和排队的时延，一般低于50ms为宜。
- 丢包数和Nack：主要是传输过程中的丢包和丢包重传数计量，越低越好。

图41：目前腾讯、华为等大厂正在定义技术标准和相应评价体系

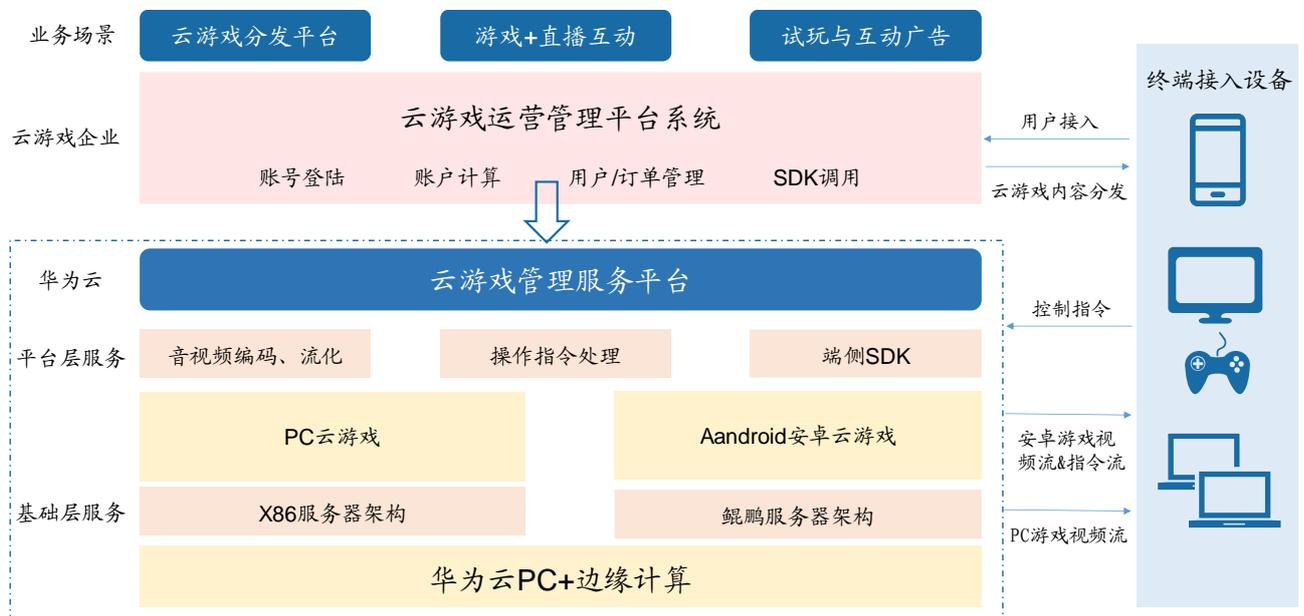


数据来源：腾讯云官网，广发证券发展研究中心

## 2. 华为云：提出云服务管理平台解决方案，与 Cocos 等厂商通力合作

华为在ChinaJoy上主要依托于本身强大的云服务技术，提出了完整的云游戏解决方案。华为云本身包括了18大类、160+的全栈云服务，在云游戏的服务方面主要涵盖了手游、电脑、VR等多个终端。在云游戏的IASS层上，针对PC云游戏，公司使用X86服务器架构，手游侧为鲲鹏服务器架构；Pass层，公司主要针对音视频编码、流化、操作指令处理、集成端侧的SDK，从而形成自己的云游戏管理平台。云游戏运营管理平台系统层（类似SaaS层）云游戏企业则负责账户登录、计算、用户订单管理和SDK调用等任务，最终一整套系统落地在云游戏分发平台、游戏+直播互动、试玩和互动广告三个具体的业务场景上。华为目前在基础层上已经形成了自己规模上的优势，全球包括1500多个CDN节点，覆盖了超过44个地区，共用同一套开放架构和节点网络。

图42：华为云游戏架构覆盖了PC、手机等多个终端和三大业务场景



数据来源：华为云官网，广发证券发展研究中心

ChinaJoy上华为展出了超过8款云手游，涵盖了卡牌、ARPG、3D ARPG、MMO、养成、二次元、棋牌等多个类型，同时也相应配置了5G的网络。从我们在现场实验的感觉来看，云游戏在手机端的体验是比较流畅的，打开网页会迟钝1-2秒后进入游戏环境，同时过程当中也并未有卡顿。但遗憾的是我们并未试用对于延迟要求更高的FPS类的产品。我们从华为应用商店可以看到，这批包体大小普遍在1G以上，下载在本地或确实占用了部分的内存和空间，且在本地机上的处理速度相比5G云游戏的处理速度并未有明显的优势。

表 4: 华为参加云游戏展出的部分手游作品

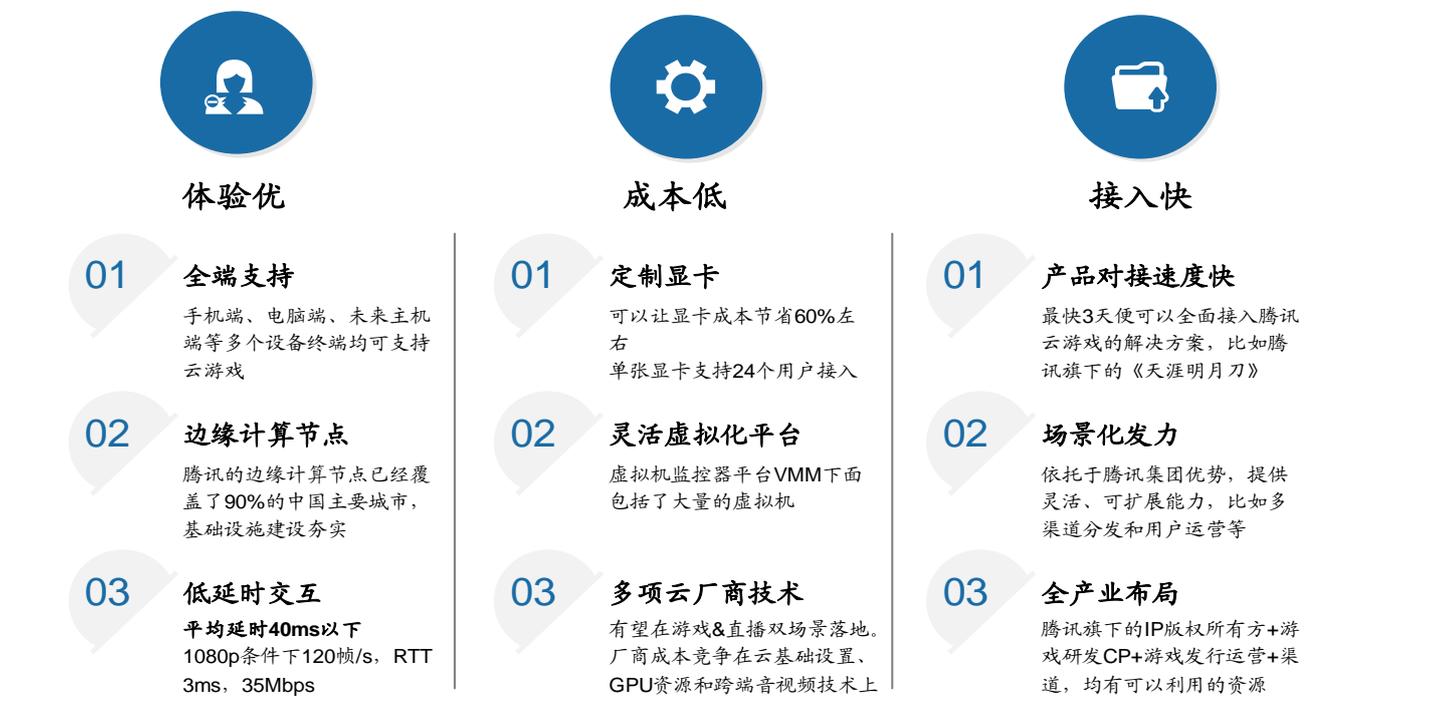
游戏名称	游戏类型	研发商	发行商	包体大小
皇室战争云游戏	卡牌/策略/MOBA	Supercell	昆仑万维	122.4MB
拉结尔	ARPG	Indra	腾讯	2.7GB
龙珠觉醒云游戏	3D ARPG	-	中手游	1.4GB
天空之门	RPG/MMO	悠米互娱	中文游戏	1.4GB
辐射避难所 OL	策略/养成	-	盛趣游戏	1.1GB
葫芦娃	动作/卡牌	网乐无限	4399	687.6MB
绯雨骑士团	二次元/挂机	-	BingoGame	7.1MB
捕鱼达人 4 云游	休闲棋牌	-	-	~100MB

数据来源: ChinaJoy 华为公司展台, 广发证券发展研究中心

### 3. 腾讯云: 集团优势打造一站式云游戏方案

腾讯则把云游戏的场景主要落在游戏、直播双场景上, 云游戏主要游戏厂商降低相应玩家的入门成本, 帮助游戏直播平台提升内容服务的核心竞争力。在 IASS 层, 腾讯主要布局边缘计算节点、GPU 定制化管理、GPU 虚拟化 (搭建虚拟机平台), 而在 PAAS 层, 腾讯主要搭建平台提升低延时音视频技术、管理资源调度和管理游戏内容。整套完整的解决方案具有“体验优”、“成本低”和“接入快”的特点。其中与华为比较差异化的点包括: 1) 腾讯对于各类游戏展示环境的熟悉让其能够推出定制显卡; 2) 对于游戏产品流程的熟悉让其产品的对接速度可以缩短至 3 天左右; 3) 除了云游戏本身, 腾讯集团还能够给研发商本身提供丰富的场景支持, 比如用户运营等。

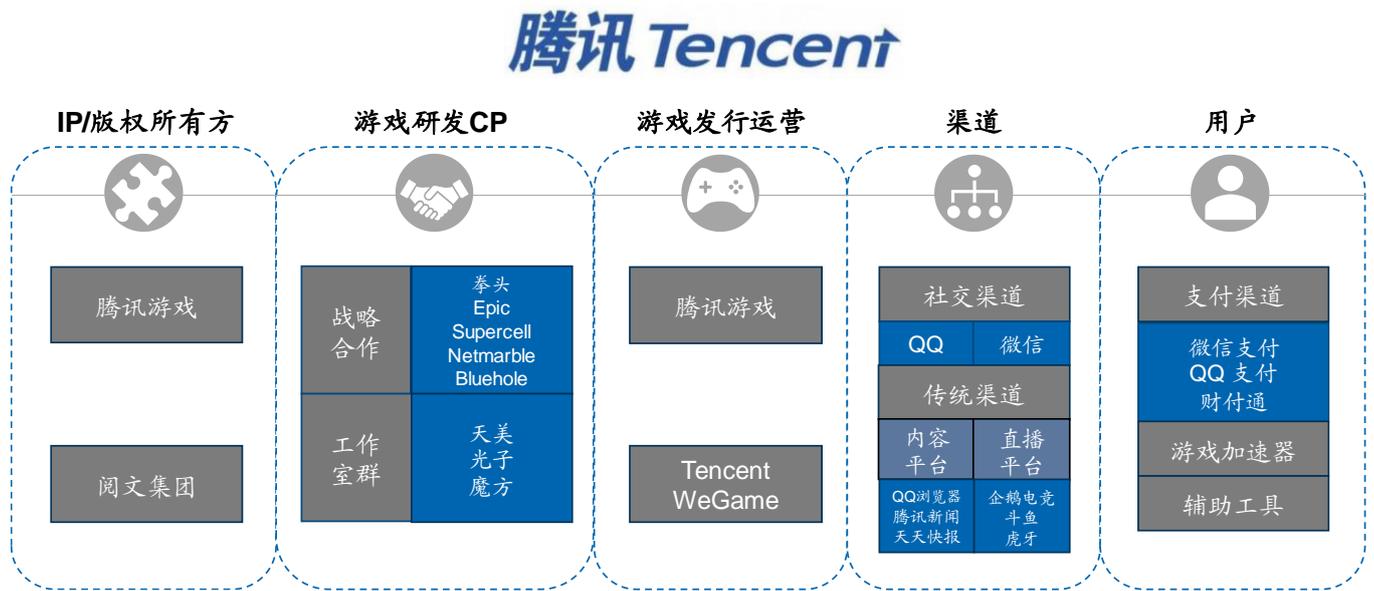
图 43: 腾讯云游戏解决方案突出“体验优、成本低、接入快”三大特点



数据来源: 腾讯云官网, 广发证券发展研究中心

云游戏业务之外，腾讯目前在整个游戏产业链上都进行了深度的布局，能够利用其他方面的资源撬动云游戏业务。从最上游的IP/版权所有方有腾讯游戏、阅文集团和腾讯影业、企鹅影业资源的支持；CP端自己有四大工作室群（天美、光子、魔方和北极光），另外外部战略合作和投资的工作室包括拳头、Epic、Supercell、Netmarble、Bluehole等世界顶级的CP商，发行和运营方面，手游端有着腾讯游戏和极光游戏两个品牌、端游侧有WeGame等，而在渠道上包括传统的应用商店、社交渠道、内容平台、直播平台等，腾讯都全部覆盖，在其他工具支持上包括支付工具、加速器、辅助工具等腾讯也有完整的解决方案。

图44：伴随腾讯云游戏解决方案还有腾讯集团整体资源打通

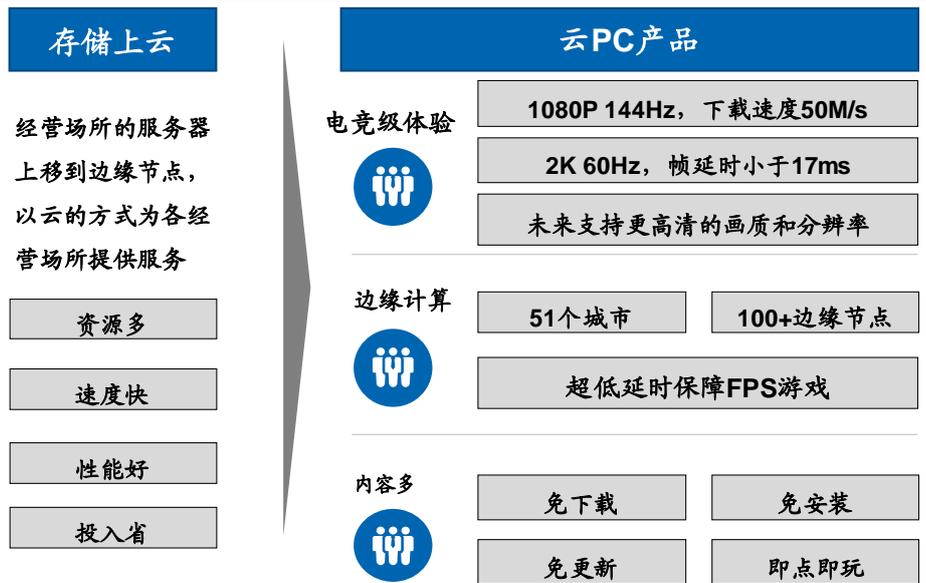


数据来源：腾讯云官网，广发证券发展研究中心

#### 4. 顺网科技：从存储上云到云 PC 面世，率先落地深耕网吧场景

从存储上云到“顺网云电脑”，顺网科技进行了一轮云产品的升级。2018年下半年公司主要落地的产品系存储上云，包括数据和管理系统云化，帮助网吧业主实现资源多、速度快、性能好、投入省；而在19H1公司进行了产品上的升级，推出了云PC产品“顺网云电脑”，进一步实现了算力上云（CPU+GPU等处理终端）。当前有线的传输环境当中，光纤覆盖率已经较高，10G、100G的传输技术已经成熟。边缘计算将实现极高的带宽和网络延迟。公司顺势推出的终端设备“顺网云盒”，可做到用户按需向云端算力池调取算力，体验媲美高性能电脑。同时顺网云电脑在支持市面近乎所有游戏的性能基础上，还将做到应用的“免下载、免安装、免更新”，并且能为用户提供1080P/144Hz、2K/60Hz的超清显示画面。而在生态建设上，顺网科技与英特尔、华为、彩生活服务集团等均达成了紧密的合作关系，在夯实顺网云技术基础的同时，推动其进入社区等多个场景。

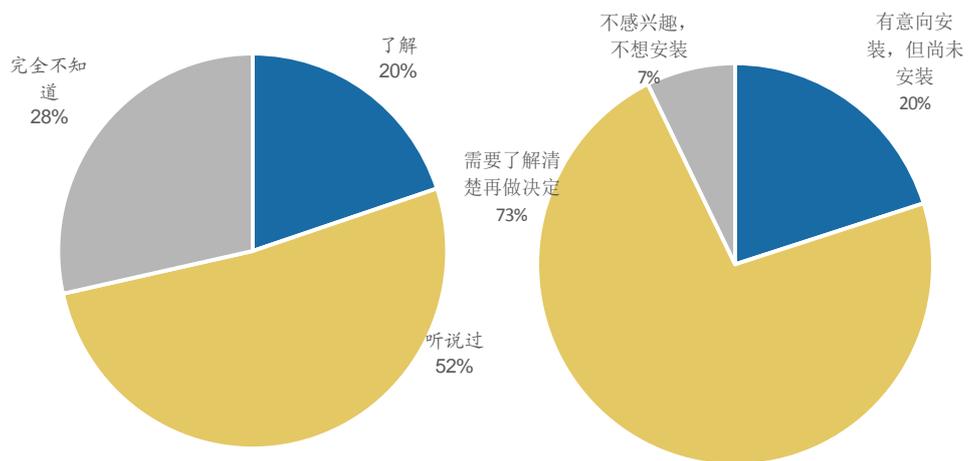
图45: 顺网云从存储上云到推出云PC产品, 进一步深耕网吧场景



数据来源: 顺网科技云产品发布大会, 广发证券发展研究中心

而在核心落地场景上, 顺网科技在2019年上半年进行了一次网吧业主调研, 发现其中听说过云游戏的占比超过一半儿, 而对于云PC有安装意向的仅为20%左右, 尚有超过73%的网吧业主认为需要了解清楚之后再做决定, 当前市场整体仍处于初步阶段, 未来技术方案应用成熟后, 或将迎来网吧业主装机量的爆发。

图46: 各大网吧对于云游戏的态度和对云PC的安装意向



数据来源: 顺网科技2019年网吧业主调研, 广发证券发展研究中心

## 投资建议

我们认为游戏市场在19H1逐渐回暖，主要驱动力是老产品保持平稳的同时新产品逐步上位，而我们处于“消费窗口扩大”和“付费率提升”这两条逻辑对于游戏市场的长期稳健增长保持信心。从此前我们提出的三条线索中，19H1最大的全球游戏品类创新红利或来自超休闲游戏，当前在国内仍处于发展的初步阶段，或有百亿市场空间，产业环节上发行商占据绝对强势地位。而出海方面国内厂商仍保持着高速增长，未来海外市占率仍将持续提升，核心竞争力（品类全、研发强、买量强）仍能够得以保持。而长线逻辑来看，云游戏为长期行业提供了想象空间，目前仍处于大厂定义技术标准和评价标准的时点，生态体系尚未完全落地，我们认为未来云游戏的三大应用场景为游戏即点即玩、游戏直播相结合和可试玩广告，A股上市公司中顺网科技率先在网吧场景中落地了云PC产品，未来想象空间有望被打开。

投资建议上，我们认为从公募持仓、估值水平、市场预期等多个方面，游戏行业或已经再度触及历史低点，考虑到游戏行业稳健的增速和较低的估值水平，我们认为可以配置全年业绩稳健增长的龙头游戏公司：三七互娱、吉比特、完美世界，另外云游戏概念方兴未艾，率先布局的公司有望持续受益：可关注顺网科技。

## 风险提示

- 1) 国内市场产品创新不力的风险
- 2) 游戏行业监管持续加剧的风险
- 3) 出海过程中遭遇当地不同的法律和规定的风险
- 4) 云游戏商业化过程不及预期的风险

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：联系人，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。